

弱环境下利润仍有弹性，静待行业需求复苏

——华帝股份(002035.SZ) 2019年三季度报点评

公司简报

买入(维持)

当前价: 10.62元

分析师

金星(执业证书编号: S0930518030003)

021-52523878

jinxing@ebscn.com

甘骏(执业证书编号: S0930518030002)

021-52523877

ganjun@ebscn.com

王奇琪(执业证书编号: S0930519050001)

021-52523880

wangqq@ebscn.com

王彦玮(执业证书编号: S0930519100001)

021-52523879

wangyw@ebscn.com

市场数据

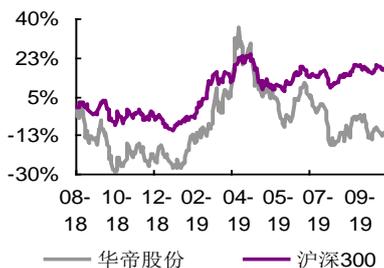
总股本(亿股): 8.73

总市值(亿元): 92.67

一年最低/最高(元): 8.07/16.09

近3月换手率: 93.47%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	5.78	-10.57	0.53
绝对	7.27	-9.23	23.74

资料来源: Wind

相关研报

周期底部积蓄力量，收入有望逐季复苏

——华帝股份(002035.SZ) 2019年中

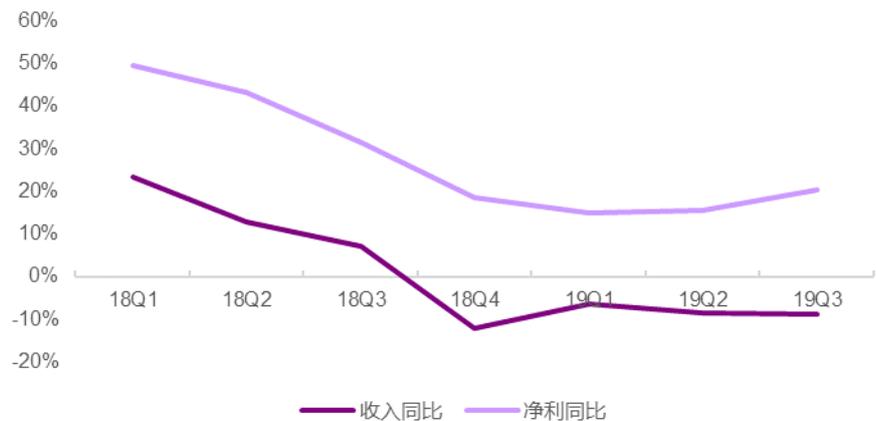
报点评

.....2019-08-29

事件:

公司发布19年三季度报，单季收入利润增速基本延续19H1趋势，符合市场预期。华帝股份2019年前三季度实现营业总收入42.7亿元，同比-8.0%，归母净利润5.2亿元，同比+16.9%。其中，2019Q3单季营业总收入13.4亿元，同比-8.6%，归母净利润1.2亿元，同比+22.2%。

图1: 华帝分季度营收及净利同比增速



资料来源: Wind, 光大证券研究所

点评:

◆收入端: 整体需求仍处弱周期，电商/工程渠道表现相对较好

公司三季度收入同比-8.6%，基本延续19H1增速趋势。**分品类看:**烟灶和热水器需求表现仍有压力，估计依旧同比两位数下滑。嵌入式新品和净水器业务则保持同比正增长。**分渠道看:**线上工程渠道表现好于线下。受整体需求疲弱的影响，估计单季线下渠道收入继续两位数同比下滑；线上渠道单季收入同比两位数增长，较19H1表现(同比+4%)有一定环比提升，主要系19H1线上渠道存在一定发货未确认收入订单；工程渠道实际发货口径保持30%左右增速水平，但由于开票时点延后，报表收入同比两位数下滑。

厨电行业: 弱周期中需求承压，静待增速底部改善。由于政策层面对地产行业融资的持续收紧，商品房交房周期被进一步拉长，19年以来地产竣工指标复苏低于预期。同时整体经济和居民收入增速的回落也进一步压制了厨电行业整体需求表现，整体表现偏弱。但考虑到竣工改善的方向性不变(9月单月住宅竣工面积增速已同比转正)，展望后续，低基数效应下增速有望逐步底部回暖。

◆弱环境中费用支出收缩，现金流状况持续改善

ASP 增速回落，毛利增幅收窄。公司单季毛利率为 46.7%，同比+0.5pct，前三季度累计毛利率同比+2.5pct。在大宗商品价格下行，增值税率调整等红利支撑下，单季毛利仍保持同比增长，但增幅较 19H1 回落，主要系弱需求环境中，厨热产品进行了适当的降价促销，且市场中高端需求的走弱亦有一定结构性影响。

弱需求中，销售费用率控制良好。单季销售/管理/研发费用率分别同比-3.8/-0.4/-0.2pct，其中销售费用率下降较多，主要系公司对广告宣传费用进行了一定的控制。单季信用（资产）减值损失科目有较大同比增长，主要系应收款项的坏账所致，但前三季度累计减值损失同比+4%，经营情况维持稳定。

单季税率同比下降，放大归母净利增速。单季营业利润率同比+1.2pct，营业利润同比+3.8%。由于 19Q3 所得税率同比有较大下降（基期单季税率较高），单季归母净利率同比+2.3pct，归母净利润同比+22.2%。

经营质量提升，现金流继续改善趋势。公司 19Q3 单季经营活动净现金流 2.84 亿元，同比接近翻番，继续改善趋势。主要系一方面，公司对部分经销商采取了票据结算的方式，导致应付票据增加；另一方面，经销商和京东等大客户的应收账款和票据逐步回收。同时，当期税费以及广告宣传的支付减少亦是贡献因素。

图 2：公司经营活动净现金流逐季改善（亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 3：公司应收和应付规模科目（亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所

◆公司持续在产品端和渠道端积蓄能力，符合产业发展方向

虽然短期行业整体需求仍然存在压力，但弱周期中，公司在产品和渠道端不断地进行自我进化。（1）**渠道端**：进行渠道扁平化和信息化改造，加强经销商的管控，输出管理，推动渠道从分销向零售转型。（2）**产品端**：成立多个产品技术开发平台和产品管理中心，提升产品协同创新和品类扩张的能力。短期需求压力不改厨电行业中长期成长空间，公司未来依旧值得期待。

◆盈利预测、估值与评级

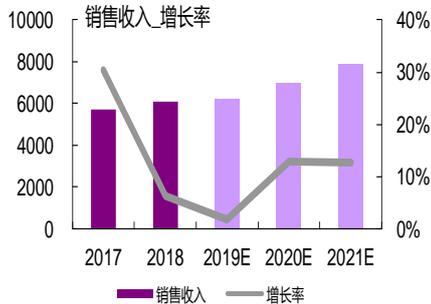
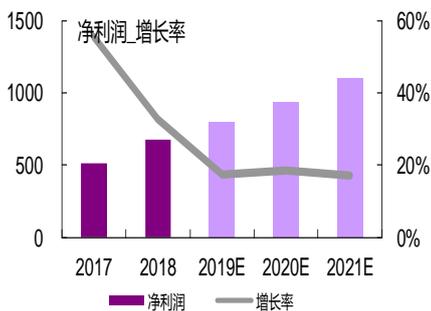
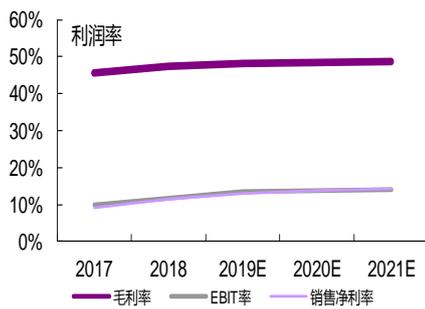
公司三季度收入利润表现基本维持 19H1 基调，表现符合预期。行业需求压力对公司业绩表现有较大影响，但我们看到公司治理结构改善以来，品牌定位和管理效率均有显著提升，盈利能力、经营质量仍在持续修复。行业短期需求虽有压力，但不改长期成长空间，公司持续在产品 and 渠道端积蓄能力，需求逐步回暖后，未来成长潜力充足。由于公司完成部分限制性股票回购注销，2019~21 年预测 EPS 小幅调整为 0.91/1.08/1.26（原为 0.90/1.07/1.25）元，当前对应估值仅 12/10/8 倍，维持“买入”评级。

◆风险提示：地产拖累需求进一步下行；经销商库存风险。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	5,731	6,095	6,204	7,001	7,893
营业收入增长率	30.39%	6.36%	1.78%	12.85%	12.75%
净利润（百万元）	510	677	795	941	1,102
净利润增长率	55.60%	32.83%	17.37%	18.40%	17.17%
EPS（元）	0.58	0.78	0.91	1.08	1.26
ROE（归属母公司）（摊薄）	23.31%	26.13%	23.93%	23.80%	23.49%
P/E	18	14	12	10	8
P/B	4.2	3.6	2.8	2.3	2.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 10 月 29 日



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	5,731	6,095	6,204	7,001	7,893
营业成本	3,125	3,210	3,220	3,609	4,049
折旧和摊销	79	112	50	51	53
营业税费	48	50	50	56	63
销售费用	1,600	1,651	1,687	1,904	2,139
管理费用	378	394	416	469	529
财务费用	-32	-47	-25	-48	-65
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	5	21	7	7	7
营业利润	612	798	870	1,016	1,185
利润总额	621	809	895	1,056	1,235
少数股东损益	17	17	15	15	15
归属母公司净利润	510	677	795	941	1,102

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	4,210	5,294	6,306	7,218	8,275
流动资产	3,117	4,091	5,094	6,015	7,080
货币资金	653	1,580	2,626	3,361	4,228
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	394	761	730	755	774
应收票据	567	700	713	805	908
其他应收款	20	65	31	35	39
存货	460	484	494	554	623
可供出售投资	132	85	100	100	100
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	12	4	4	4	4
固定资产	554	567	566	561	554
无形资产	122	195	195	195	195
总负债	1,949	2,619	2,886	3,150	3,453
无息负债	1,929	2,609	2,886	3,150	3,453
有息负债	20	10	0	0	0
股东权益	2,262	2,675	3,420	4,068	4,822
股本	582	882	873	873	873
公积金	469	419	507	586	586
未分配利润	1,161	1,490	1,941	2,495	3,234
少数股东权益	75	84	99	114	129

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	369	629	1,147	1,028	1,197
净利润	510	677	795	941	1,102
折旧摊销	79	112	50	51	53
净营运资金增加	1,166	-565	-298	84	79
其他	-1,386	405	600	-48	-37
投资活动产生现金流	-710	471	-52	-37	-37
净资本支出	-72	-176	-44	-44	-44
长期投资变化	12	4	0	0	0
其他资产变化	-650	644	-8	7	7
融资活动现金流	-106	-267	-49	-256	-294
股本变化	218	300	-9	0	0
债务净变化	4	-10	-10	0	0
无息负债变化	146	681	277	265	302
净现金流	-452	832	1,046	735	867

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	30.39%	6.36%	1.78%	12.85%	12.75%
净利润增长率	55.60%	32.83%	17.37%	18.40%	17.17%
EBITDA 增长率	43.85%	28.51%	7.68%	14.18%	15.06%
EBIT 增长率	59.90%	26.67%	17.67%	14.82%	15.69%
估值指标					
PE	18	14	12	10	8
PB	4	4	3	2	2
EV/EBITDA	10	11	9	7	6
EV/EBIT	12	13	10	8	6
EV/NOPLAT	14	15	11	9	7
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	3	4	4	4	3
盈利能力 (%)					
毛利率	45.47%	47.34%	48.09%	48.44%	48.70%
EBITDA 率	11.19%	13.52%	14.30%	14.47%	14.77%
EBIT 率	9.80%	11.68%	13.50%	13.73%	14.09%
税前净利润率	10.84%	13.28%	14.42%	15.09%	15.64%
税后净利润率 (归属母公司)	8.89%	11.11%	12.81%	13.44%	13.96%
ROA	12.51%	13.10%	12.84%	13.24%	13.50%
ROE (归属母公司) (摊薄)	23.31%	26.13%	23.93%	23.80%	23.49%
经营性 ROIC	18.10%	27.30%	39.25%	43.44%	48.66%
偿债能力					
流动比率	1.63	1.58	1.78	1.93	2.07
速动比率	1.39	1.39	1.61	1.75	1.89
归属母公司权益/有息债务	109.33	259.04	-	-	-
有形资产/有息债务	194.19	478.75	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.58	0.78	0.91	1.08	1.26
每股红利	0.20	0.30	0.35	0.42	0.49
每股经营现金流	0.42	0.72	1.31	1.18	1.37
每股自由现金流(FCFF)	-0.76	1.36	1.21	0.91	1.07
每股净资产	2.51	2.97	3.80	4.53	5.38
每股销售收入	6.57	6.98	7.11	8.02	9.05

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 不与, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司(以下简称“本公司”)创建于 1996 年, 系由中国光大(集团)总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所(以下简称“光大证券研究所”)编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼